



管涛：美联储货币政策面临 “走钢丝”



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）



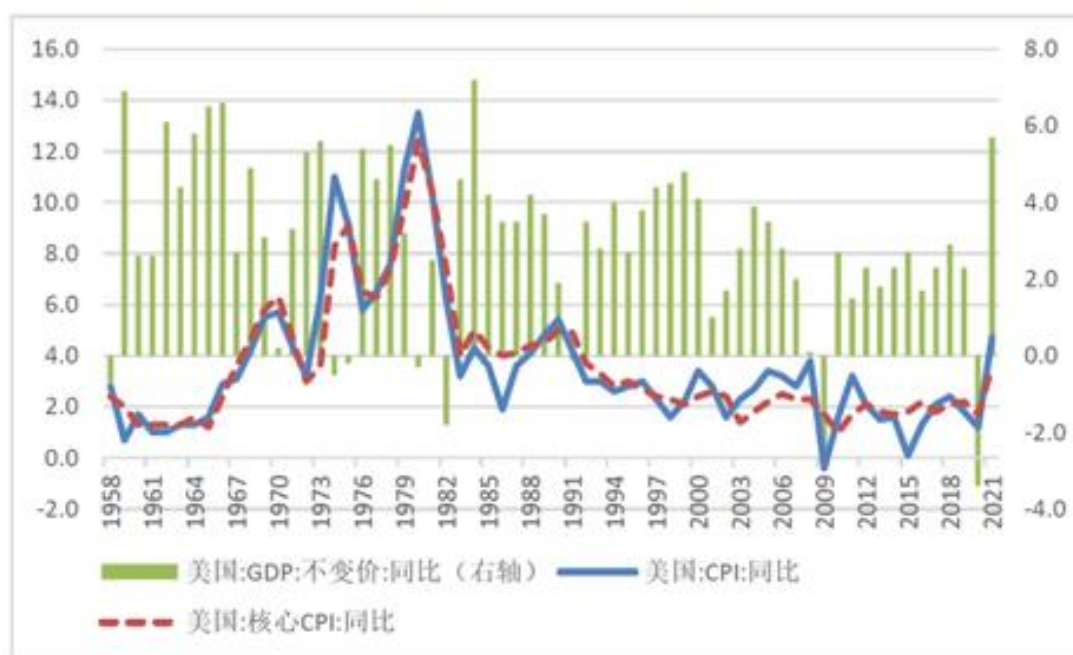
当地时间 3 月 3 日，美联储主席杰罗姆·鲍威尔在出席参议院银行委员会的半年度听证时重申，支持本月议息会议宣布加息 25 个基点。他表示，鉴于俄乌局势的不确定性，美联储需要谨慎行动，同时承诺美联储会不惜一切稳定物价。面对 40 年来最严重的通胀局面，美联储即将迎来第二个“沃尔克时刻”。

沃尔克反通胀的“一招鲜”

20 世纪七十年代末八十年代初，美国陷入通货膨胀、经济停滞的滞胀。如 1979 年，美国 CPI 较上年上涨 11.3%，核心 CPI 上涨 9.8%，分别较上年高出 3.7 和 2.4 个百分点；经济增长 3.2%，较上年增速回落 2.3 个百分

点，创下自 1976 年以来的最低点（见图 1）。

图 1：美国年度通胀及实际经济增长情况（单位：%）

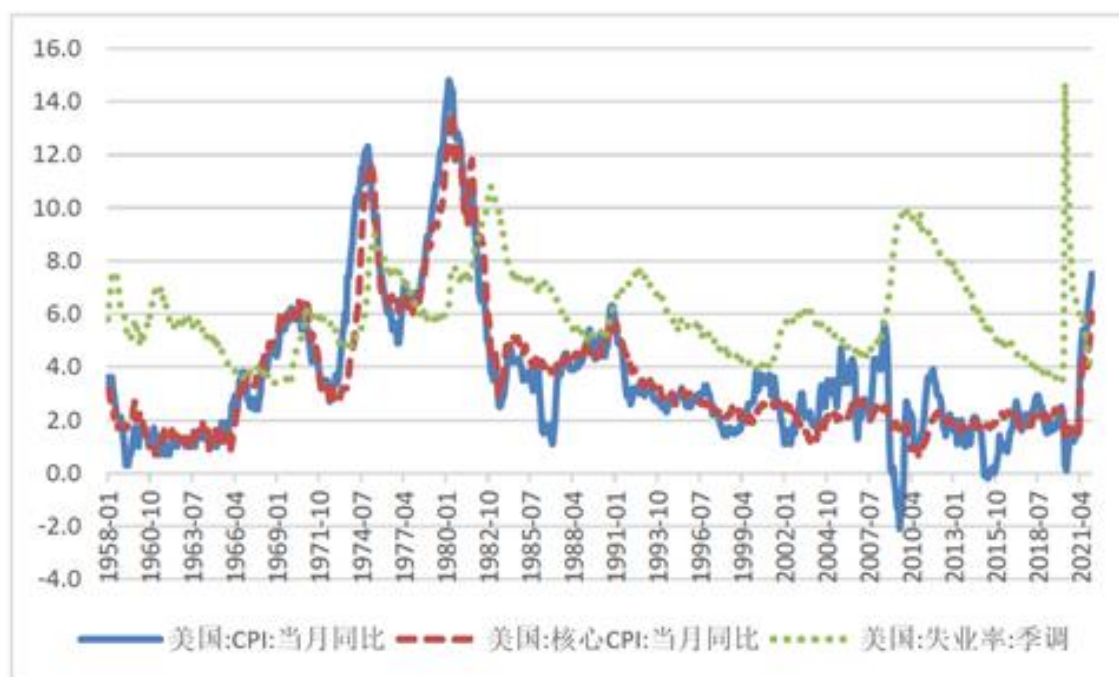


资料来源：美国劳工部；美联储；WIND；中银证券

凭澜观涛

在此背景下，保罗·沃尔克出任第六任美联储主席，任期为 1979 年 8 月 6 日至 1987 年 8 月 11 日。在他上任前的 1979 年 7 月，美国 CPI 同比上涨 11.3%，核心 CPI 上涨 9.6%。在他离任前的 1987 年 7 月，美国 CPI 和核心 CPI 的涨幅分别回落至 3.9% 和 4.0%（见图 2）。沃尔克因其不计代价地运用高利率驯服高通胀而一战成名，成为鲍威尔口中“那个时代最伟大的经济公仆”。1979 年至 1982 年间，美国的日均联邦基金利率维持在 10% 以上，4 年平均为 13.3%，远高于 1970 年至 1978 年 6.7% 的平均水平。在 1981 年 7 月 22 日，隔夜联邦基金利率还一度达到不可思议的 22.4%（见图 3）。

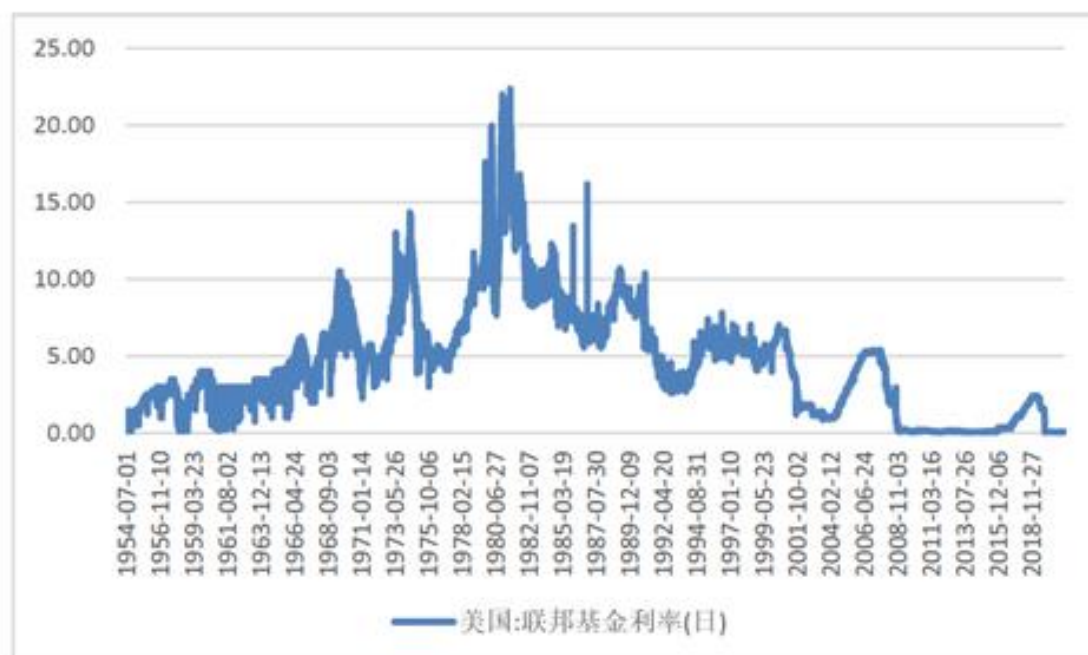
图 2：美国月度通胀同比增速及失业率（单位：%）



资料来源：美国劳工部；WIND；中银证券

凭澜观涛

图 3：每日联邦基金利率（单位：%）



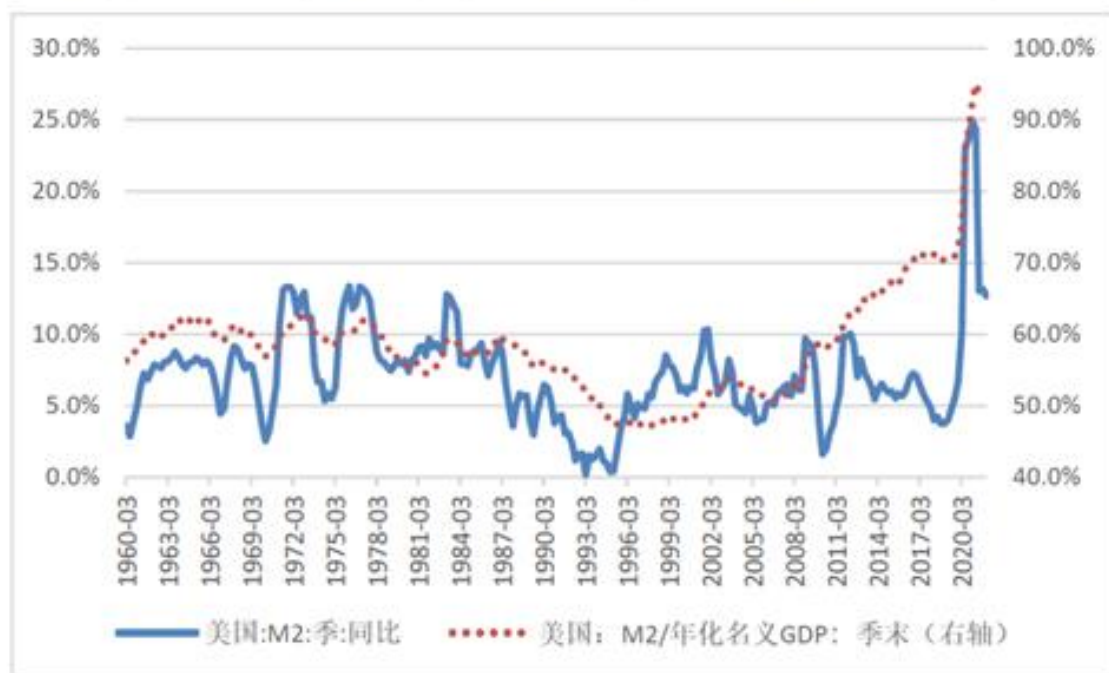
资料来源：美联储；WIND；中银证券

凭澜观涛

但是，利率持续高企导致了美国经济衰退、工人失业。1980 年，美国经济负增长 0.3%，这直接断送了吉米·卡特总统的连任。1981 年美国经济反弹了 2.5%，1982 年又负增长 1.8%。当时，愤怒的人们冲向街头，美联储华盛顿总部经常遭遇各种抗议示威，甚至沃尔克的人身安全也受到威胁。直到 1982 年底，美国 CPI 和核心 CPI 的涨幅分别降至 3.8% 和 4.5%，联邦基金利率降至峰值时的一半，但是失业率仍有 10.8%，远高于 1979 年 7 月 5.7% 的水平。从那以后，美国享受了近 40 年的低通胀红利，直至 2021 年通胀卷土重来。

有意思的是，尽管沃尔克也对外界承诺不管对利率有什么影响，坚决控制货币供应量的增长，但这一时期美国的 M2 增速并没有大的变化。在反通胀期间，美联储货币政策完成了从数量型向价格型调控的转变。从美国的 M2 与年化名义 GDP 之比看，在 1982 年底为 57.2%，较 1979 年 6 月底仅上升了 0.3 个百分点；在 1987 年 6 月底为 58.6%，较 1979 年 9 月底也仅上升了 1.6 个百分点（见图 4）。可见，为了控制通胀，美联储在沃尔克时期保持了 M2 增速与名义经济增速的基本匹配。

图 4：美国 M2 季度同比增速及 M2 与年化名义 GDP 之比（单位：%）



数据来源：美联储；美国经济分析局；WIND；中银证券

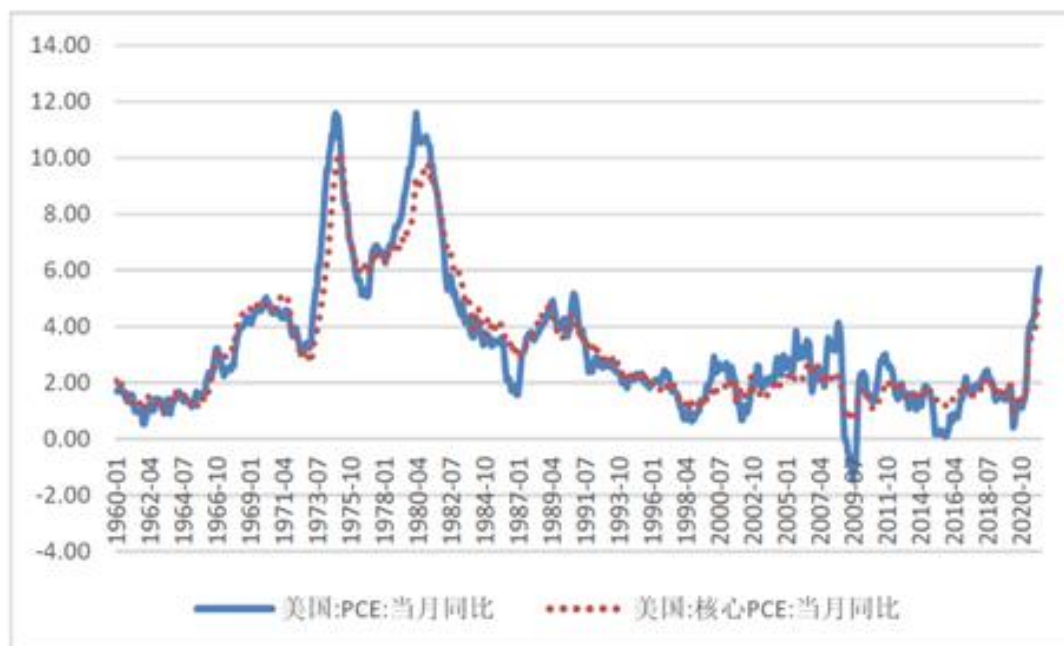
注：年化名义 GDP 为往前 4 个季度滚动平均。

凭澜观涛

鲍威尔的第一个挑战：增长和就业

自 2021 年 4 月以来，美国的通胀数据持续“爆表”，迫使美联储改口“通胀暂时论”，加快货币紧缩进程，加息和缩表均已提上议事日程。到 2022 年 1 月，美国 CPI 和核心 CPI 分别同比增长 7.5%和 6.0%，PCE 和核心 PCE 分别增长 6.1%和 5.2%，均创下 40 年来的新高（见图 2 和图 5）。

图 5：美国月度 PCE 及核心 PCE 同比变动（单位：%）



资料来源：美国经济分析局；WIND；中银证券

凭澜观涛

控制通胀已成为美国政府也是美联储的头等大事。日前，鲍威尔虽然承认俄乌局势带来了不确定性，但依然表示撤出新冠肺炎疫情时期支持政策的必要性没有改变，支持本月开启加息周期，同时对在通胀过热情况下采取更大幅度的加息持开放态度。由此可见，俄乌局势只会影响美联储货币紧缩的节奏和力度，但不会影响美联储退出宽松货币政策的方向。

当然，用高利率来反通胀，鲍威尔首先要有沃尔克的勇气，冒着经济衰退、失业激增的风险。事实上，从实际经济增速相对潜在经济增速的偏离度看，1979年至1982年，美国都是负产出缺口。故即便美国仅在1979年和1982年出现经济负增长，但失业率依然高企（见图6和图2）。现在，美国的潜在经济增速已从20世纪七八十年代的3%左右降至2%左右，长期自然失业率也由6%左右降至4.5%左右。根据国际货币基金组织等国际

组织的最新预测，2022 年美国经济增长预测值为 3.7%至 4.0%，高于同期 2.1%的潜在增速。同时，在 2021 年四季度，美国平均失业率为 4.2%，也低于同期长期自然失业率 4.5%（见图 7）。这正是当前市场预期美联储加息条件成熟的重要原因。鲍威尔在前述听证会上也坦承“我们本应该早一些行动”。

图 6：美国年度实际经济增速与潜在经济增速的对比（单位：%；个百分点）



资料来源：美国经济分析局；美国国会预算办公室；WIND；中银证券

注：产出缺口=实际经济增速-潜在经济增速

凭洞观涛

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39134

